京信通信（2342）

首次報告

買入

2008 年 5 月 19 日

無線通信覆蓋行業龍頭，被低估的價值型績優成長股

- **擁有技術優勢、先發優勢、在位優勢的行業龍頭：**市場份額連續 5 年保持第一，07 年收入達 17.6 億港元，超出第二名 50%；國內唯一在美國擁有 2 家研究所的通信覆蓋企業，並與清華、北郵合作建立聯合實驗室，創新產品已經達到總收入的 50%；覆蓋全國 2000 多人的銷售對伍，在北京、上海、廣東等多個重要省份佔據了第一的無線通信覆蓋市場份額。
- **海外新興電信市場需求旺盛，國際業務倍數成長：**海外市場規模約 60 億美元，其中新興市場將保持 10%的增長。公司基於這幾年在研發和海外銷售的積累經驗，借助高性價比的產品，在未來幾年的海外市場將獲得更多的訂單，實現海外收入爆發性增長，預計未來三年海外銷售收入的複合增長率可達 95%。
- **國內 3G 建設將提供新的發展機遇：**中國 3G 的建設已經勢在必行。因爲與 2G 頻率波段的不同，3G 的到來，必須完全使用新的基站天線，同時室內外無線覆蓋需要相應升級。我們預計 3G 建設至少能夠爲公司無線覆蓋優化業務帶來 20%的增長。
- **未來三年每股收益的年均複合增長率可達 24.6%：**未來三年公司收入的年均複合增長率可達 21.4%，由於海外銷售及新產品的毛利率較高，我們預計公司的毛利率變化趨勢是穩中略升，每股收益的複合增長率可達 24.6%。
- **首次關注並給予買入評級，目標價 3.12 港元：**我們根據對公司的盈利預測將公司的目標價定爲 3.12 港元，該目標價是基於 PE 估值法設定。新目標價分別相當於公司 2009 年和 2008 年每股盈利的 9.3 倍和 12.1 倍，與現價相比有 43.3%的上升空間，因此我們對公司的評級爲買入。

★ 1 港元=0.894 元人民幣

第一上海研究部

86755-33367016

主要資料

行業	資訊科技
股價	2.18 港元
目標價	3.12 港元 (+43%)
股票代碼	2342
市值	18.6 億港元
已發行股本	8.5 億股
52 周高/低	4.05 港元/1.53 港元
每股淨現值	1.99 港元
主要股東	霍東齡（44.2%） 張躍軍（11.4%）

盈利摘要

截止12月31日財政年度	06年历史	07年历史	08年预测	09年预测	10年预测
总营收（百万港币）	1,550	1,768	2,136	2,634	3,322
变动	32.5%	14.1%	20.8%	23.3%	26.1%
净利润（百万港币）	131	192	221	288	371
每股盈利（港币）	0.16	0.22	0.26	0.34	0.43
变动	59.5%	43.6%	15.4%	30.3%	28.7%
基于2.18港元的市盈率(倍)	14.0	9.8	8.5	6.5	5.0
每股派息（港币）	0.05	0.06	0.07	0.09	0.12
股息现价比率（%）	2.29%	3.06%	3.72%	4.84%	6.23%

資料來源：公司資料，第一上海估計

股價表現

來源：澎博

公司介紹

無線通信覆蓋行業龍頭，主要提供產品和服務給移動通信運營商

京信通信是一家集研發、生產、銷售及服務於一體的移動通信週邊設備專業廠商。公司是中國無線通信覆蓋優化行業的龍頭企業，行業下游是移動運營商(中國移動和中國聯通)，目前移動運營行業處於相對壟斷的市場格局，因此移動運營商處於產業價值鏈的支配地位，其投資規模的大小和投資方向決定了無線網路優化覆蓋市場的整體規模。

OEM 供貨給華爲、中興等核心設備供應商

核心設備供應商（中興、華爲）與無線網路優化覆蓋設備供應商（京信、國人）都屬於移動運營商的上游企業，同時京信也會以 OEM 的方式向核心設備供應商提供基站天線及射頻子系統產品。

圖表 1: 公司總部及研發基地全貌

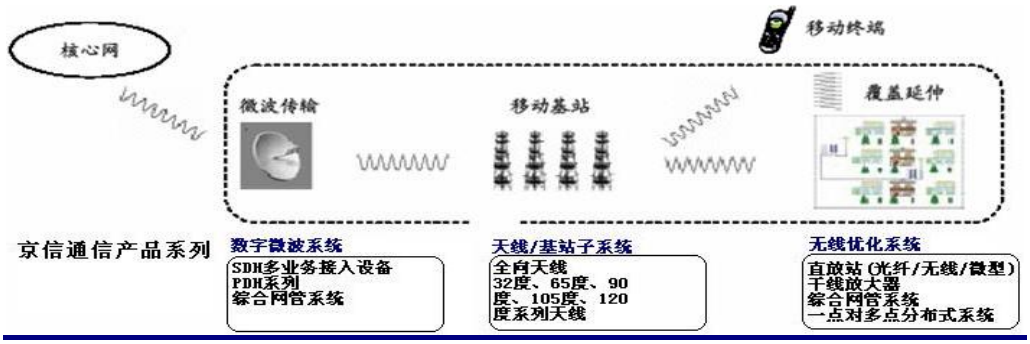
資料來源：公司資料

產品分類

三大產品線：無線優化系統、天線和基站子系統、數位微波系統

公司的產品按無線傳輸路徑可分爲三部分：無線優化（即室內外覆蓋）系統、天線和基站子系統、數位微波系統。

圖表 2: 京信通信產品系列示意圖



資料來源：公司資料，第一上海

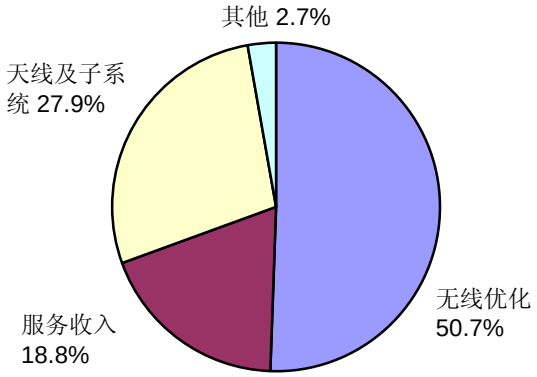
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

公司收入

2007 年中國移動占公司整體收入 65.3%

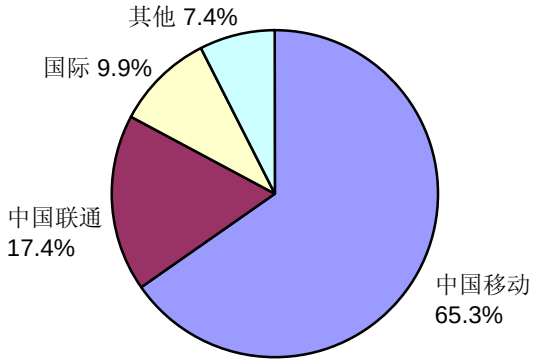
從公司 2007 年收入情況看，中國移動占公司整體收入達到 65.3%，是公司的第一大客戶。無線優化收入占總收入的 50.7%，是最大的收入板塊。國際業務占全部收入的 9.9%，是公司增長最快的一塊業務（同比增長 54%）。

圖表 3：07 年按產品構成的收入情況



資料來源：公司資料

圖表 4：07 年按客户構成的收入情況

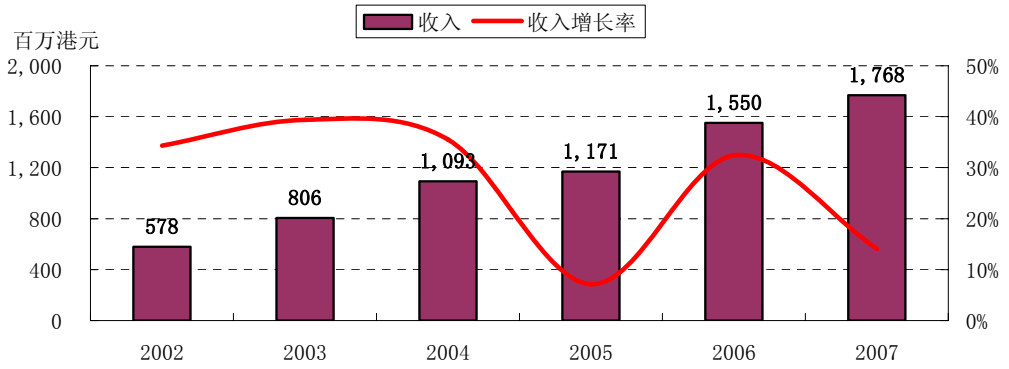


資料來源：公司資料

2002～2007 年收入年均複合增長率爲 25%

公司收入從 2002 年的 5.78 億港元增加到 07 年的 17.68 億港元，年均複合增長率達到 25%。

圖表 5: 公司曆年收入和收入增長率



資料來源：公司資料，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

行業概覽

行業規模及成長

三大業務，兩個市場

公司的三大業務分屬兩類市場。無線優化和服務業務，屬於無線網路優化市場，而天線及子系統屬於基站天線及子系統市場。

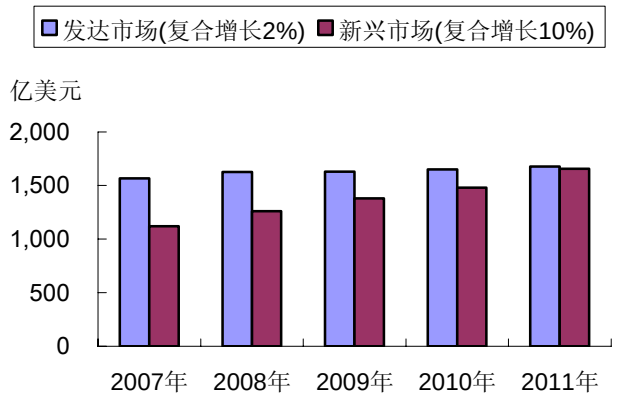
全球基站天線和子系統市場規模約爲 60 億美元

據 CCID 統計，全球基站天線和子系統市場規模約 60 億美元，2007 年～2011 年複合增長率爲 2%。

新興市場電信投資增長率約爲 10%

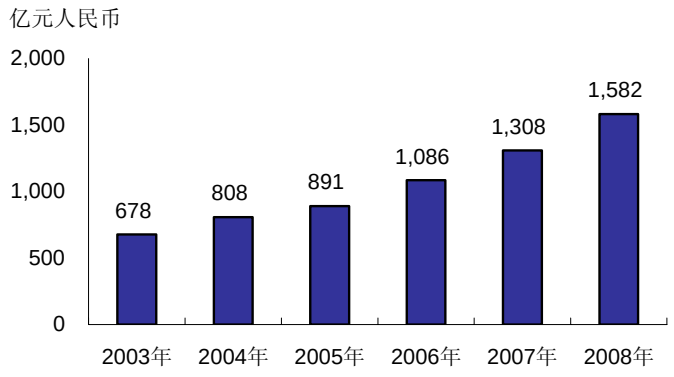
據 CCID 統計，而以巴西、南亞、印度、中東等地爲代表的新興電信市場發展迅猛，整個新興電信市場投資將保持 9.8%的複合增長率，到 2011 年，預計達到 1657 億美元的規模。全球電信投資的發展趨勢是從歐美等發達市場向新興市場傾斜。

圖表 6：世界電信投資規模預測



資料來源：CCID

圖表 7：中國移動通信投資規模

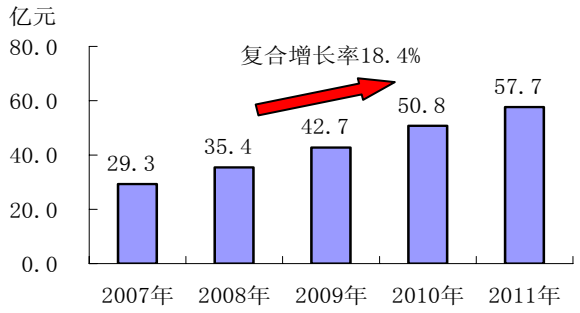


資料來源：CCID

中國基站天線市場增長率約爲 18.4%

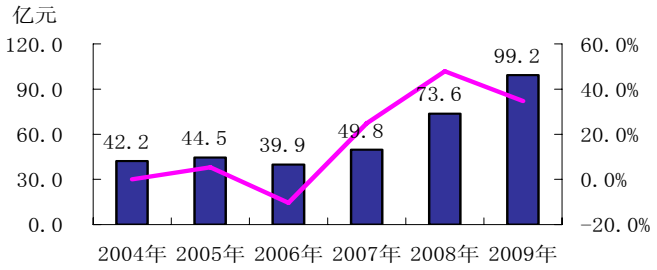
據 CCID 資料顯示，中國基站天線及子系統市場未來幾年的複合增長率可達 18.4%。2008 年中國兩大移動通信運營商的總體投資規模將從 2007 年的 1308 億元人民幣的基礎上增加 21%到 1582 億元人民幣。

圖表 8：中國基站天線市場規模預測



資料來源：CCID

圖表 9：中國無線網路優化覆蓋市場規模和增長率



資料來源：百納電信諮詢

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

根據百納電信諮詢的調查顯示，中國無線通信覆蓋市場規模由 2007 年的 49.8 億元人民幣增長到 2009 年的 99.2 億元人民幣。

行業競爭情況

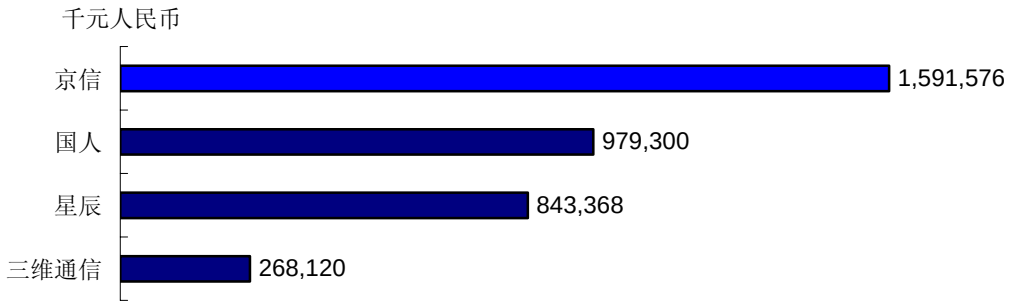
優化覆蓋行業競爭激烈，集中度提高

國內無線網路優化覆蓋行業競爭比較激烈，廠商較多，由於 05 年中國移動開始採用集中採購來降低成本，市場競爭日趨激烈，很多小公司已退出這個市場，原有的 200 多家廠商減少到現有的五、六十家，市場格局逐漸走向集中。象京信、國人、星辰是目前行業中比較大的公司。其中京信的綜合實力最強。

天線市場被國產品牌佔據

中國基站天線市場的主要份額傳統上是由歐美廠商所佔據。但隨著近幾年國內運營商將基站天線的採購從基站系統設備中分開出來，國內企業在中國基站天線市場中的份額迅速上升。目前國內基站天線市場的整體格局大致如下：以京信、盛路、摩比、海天、通宇爲代表的國產主流天線企業佔據著約 90%以上的市場份額。京信 2007 年的天線銷售額爲 4.93 億元人民幣，是該領域的龍頭企業。

圖表 10: 2007 年無線網路優化覆蓋行業主要企業銷售收入對比



資料來源：公司資料

京信排電信設備 50 強第 9 名

由國內最大的通信業期刊《通信世界》評出的 2006 年中國通信設備製造企業 50 強名單中，京信通信位列第九名，遠高於同類其他公司的排名。

圖表 11: 無線覆蓋類公司在通信設備製造業 50 強中排名

	华为	中兴	京信	国人	奥维	三维	凡谷	星辰
2006年中国通信设备制造企业50强	1	2	**9**	15	29	38	未上榜	未上榜

資料來源：通信世界

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

行業發展趨勢

國內天線市場將繼續被國內企業佔據

中國的天線市場在 2000 年以前，基本上是被國外廠商壟斷。但從 2000 年 5 月，資訊產業部出臺《移動通信系統基站天線技術條件》，以及移動運營商的天線採購從系統設備採購中分拆出來，加上國內天線企業的不斷技術創新和成本優勢，使得國內天線企業迅速發展，目前已基本取代國外廠商，佔據了國內市場 90%以上的份額，未來國內天線市場還將以國產品牌爲主。

海外收入增長正成爲國內基站天線企業高速成長的主要動力。

2005 年開始，由於中國 GSM/CDMA 網路建設基本完成，以及小靈通投資的大幅減少，使得國內基站天線市場規模大幅下滑。但海外新興電信市場發展迅速，國內天線企業憑藉技術實力的提高和成本優勢，以及向海外市場滲透力度的加強，來自海外的業務收入在 2006 年和 2007 年都呈現爆發式上漲，從目前情況看，這種趨勢還將延續，對外出口已經成爲國內基站天線企業實現高速增長的主要動力。

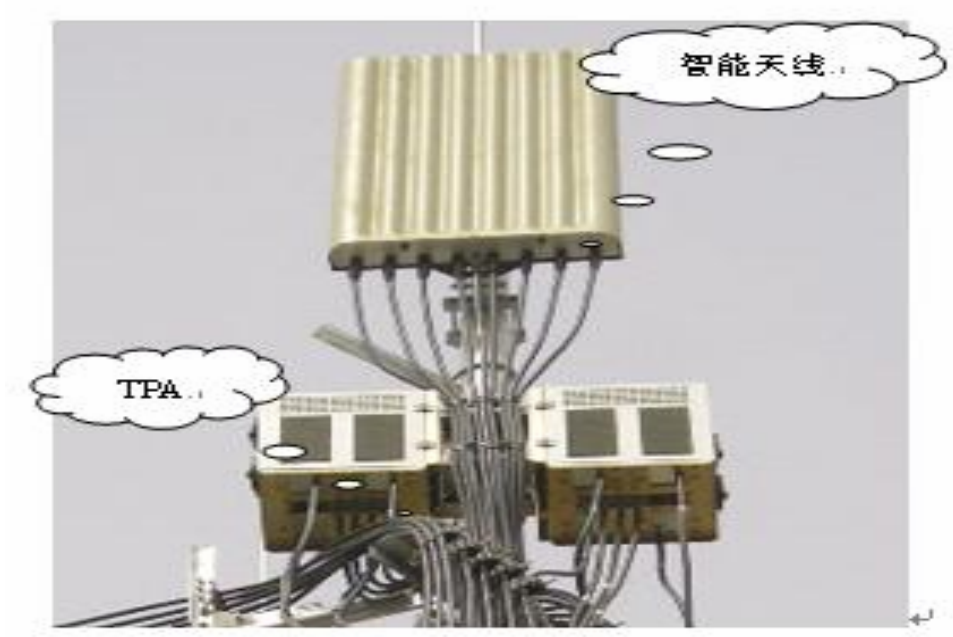
電調、共用、小型、美觀正成爲天線產品的發展趨勢

移動通信技術目前已經發展到了第三代，電調技術的應用日趨廣泛，基站建設中對天線的要求會隨著環境的變化而變化，而電調天線以其調整靈活的特點越來越受重視（不用每次爬到基站塔頂去調天線）。同時由於成本及空間的考慮，基站天線的多系統共用和多天線共用天線罩的設計也不斷出現。目前從國內 3G 的八個試點城市的建網情況看，基站選址已經越來越困難（周邊居民對輻射的擔憂），運營商迫切需要外型美觀、小巧隱蔽的天線。

2G、3G 網路共存使問題複雜

3G 網路面臨與現有 2G 網路長期共存的問題，在優化產品設計和工程方案設計上既要保證現有 2G 網路的穩定，不受干擾，同時要達到 3G 的一些性能指標，包括高速資料傳輸方面的要求。

圖表 12: TD 智慧天線



資料來源：中國第三代移動通信網

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

核心競爭力分析

技術優勢

唯一擁有多個海外研究所的公司

京信通信擁有強大、自主的研發力量，在廣州科學城設立集團總部研發基地，在南京、美國佛吉尼亞、美國矽谷共設有三個研究所，和清華、北郵等著名高校都建立了合作實驗室，公司研發人員有 700 多人。

國內最大的天線測量暗室

公司對研發設備、設施的投入較大，比如我們去公司調研時看到的天線遠場測量遮罩微波暗室，造價 2000 多萬，是國內目前最大的，有一個專門的 5 層樓供研發辦公和實驗用途。

部分產品世界領先

公司的很多產品具有國內領先的優勢，比如遠端站（RU），目前只有京信能夠製造，該類產品在高速列車上有大量的應用。部分產品在國際上也處於領先地位，比如有公司在美國西岸研究所研製的微波傳輸 ODU（室外單元）產品，目前全球只有美國的另一家公司向市場供貨，而京信的 ODU 在性能、價格上都具有很強競爭優勢，銷售前景相當看好。

圖表 13: 研發人員及投入對比

	京信通信	国人通信	星辰通信
研发人数	**700**	468	200
07年研发投入（百万人民币）	**91**	57	9
研发费用占销售收入比例	**5.2%**	5.7%	1.0%

資料來源：公司資料，第一上海

擁有 2 百多項專利

公司在直放站、天線、數位微波等產品領域均掌握了核心關鍵技術，擁有眾多自主的知識產權。公司現已擁有國內外專利 236 項，授權 85 項。公司所有產品均通過資訊產業部的認證，59 項產品獲得國家無委的型號核准證；46 項產品獲得資訊產業部的進網許可證；44 項產品獲得了 CE 國際認證證書。其他競爭公司的專利只有幾十項或更少。

產品線齊全，包括優化、天線、微波傳輸三大類

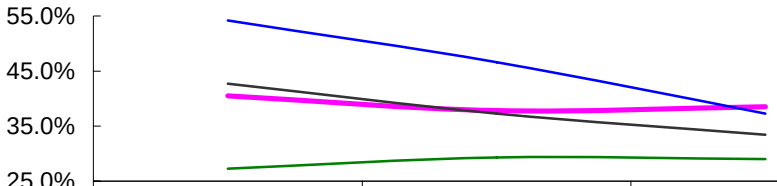
公司的三大類產品涵蓋了無線傳輸覆蓋領域的各個階段，包括基站與中心站之間的微波傳輸產品、各類基站天線和射頻單元和各種拉遠設備（直放站、放大器等）。產品線的齊全使得公司在國際業務中能有效降低平均銷售成本，因爲建立和維持一個海外銷售點的成本是基本固定的，如果有多個產品系列供客戶選擇比單一產品的銷售機會要大得多。

不斷推出新產品，獲得較高的毛利率

公司對 3G 的研發投入也比較早，從 06 年就開始針對 TD 設計產品，比如 TDRU（TD 中比較核心的產品）。公司在智慧天線和電調天線也有優勢。目前公司生產的 30 釐米 TD 天線也是國內最小型的。儘管去年 TD 還沒有正式運營，但公司就已經獲得 8000 萬元的 TD 收入，充分說明公司在 TD 上的技術優勢。其他公司由於研發投入較少，基本上在 3G 上還沒有什麼收入。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

圖表 14: 相關公司毛利率對比



	2005	2006	2007
京信	40.5%	37.8%	38.5%
国人	54.2%	46.6%	37.3%
凡谷	27.3%	29.3%	29.0%
星辰	42.7%	37.3%	33.5%

資料來源：公司資料，第一上海

先發優勢：2003 年進入國際市場，現有近十個海外分支機構

03 年佈局海外市場

公司早在 2003 年就著手佈局海外銷售網路，先後在新加坡、泰國曼谷、瑞典斯德哥爾摩設立了辦事處，並在亞太、歐洲、北美、南美設立了近 10 個海外分支機構。公司目前還準備在南美設立倉庫，以縮短交貨週期。

先發優勢

開拓海外市場的準備工作通常需要 1.5-3 年的時間，具體內容有：內部產品整合、建立銷售網站、獲得進口許可證和入網許可證。京信在前幾年已經完成了這些步驟，07 年海外收入已達 1.75 億港幣。

京信在國際業務上的競爭優勢主要有以下幾點：

1. 京信的技術在新興市場有領先優勢，很多新興市場國家主要還是上 2G，而 2G 技術相對成熟，完全能滿足當地運營商的需要。
2. 和國際同行比，有性價比優勢。
3. 和國內同行比，有先發優勢。

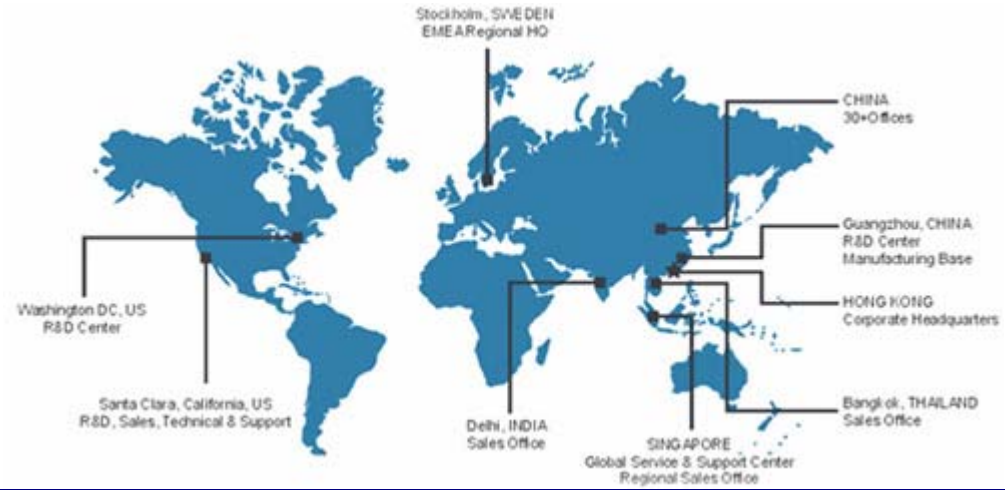
圖表 15: 國際業務收入對比

	京信通信	国人通信	星辰通信
07年海外收入（千元人民币）	**157,500**	11,591	极少

資料來源：公司資料

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

圖表 16: 京信全球機構



資料來源：公司資料

在位優勢：覆蓋全國的銷售服務網路

全國銷售服務網路使京信更容易拿到訂單。

公司目前有 2000 多人的銷售服務隊伍，分佈在全國各地的服務機構，包括西藏、新疆、青海等偏遠地區。多年的業務發展，已經使公司和當地移動運營商建立了良好業務關係和信譽。 由於無線優化覆蓋業務特點決定了很多情況下需要公司去主動發掘需求，比如一個新建社區和建築落成，通常移動運營商不會主動上門去做無線覆蓋，京信在瞭解到這個商機後，會主動和物業溝通，在獲得同意的情況下，再向移動運營商建議做社區的覆蓋業務。由於這種業務特性，銷售網路就顯得非常重要。

在位優勢有助於公司獲得更多的服務性收入

服務收入和以前的工程數量密切相關，因爲以前的工程過了保修期就會有維護性收入產生。京信多年來都是行業的龍頭，歷年的工程積累，使公司的服務收入逐年增加。由於優化行業的競爭日趨激烈，有很多小公司已退出這個行業，原來由他們做的工程，相關設備的升級和維護也正成爲京信的服務性收入的增長來源。

服務性收入的另一個特點是按地理位置劃分。由於無線設備的地理分佈很廣，運營商和核心設備製造商都不可能增加太多人力去維護這些設備。而京信在維護自己設備的同時，也能獲得同一地理站點的其他維護業務，比如核心設備、空調等。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

成長動力

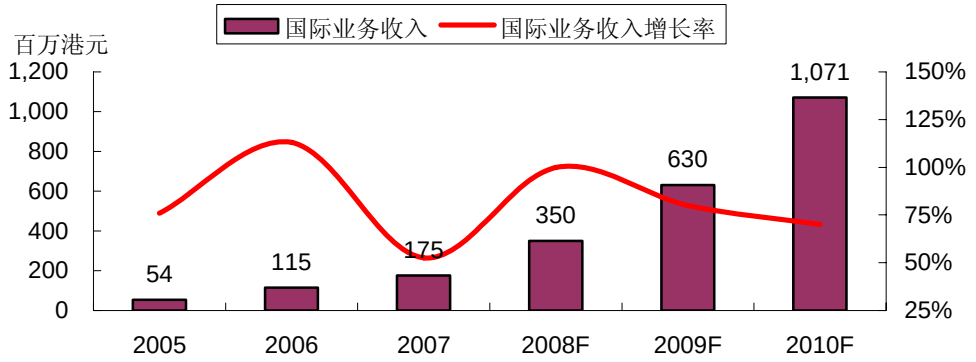
海外新興電信市場需求旺盛，京信國際業務將以倍數成長

海外新興市場需求旺盛

我們預計京信的國際業務將以倍數成長，其主要動力是來自於京信的目標國際市場(即新興電信市場)的旺盛需求，同時公司成型的國際銷售網路、技術成本優勢也將使公司有能力抓住海外新興電信市場發展的機遇。

公司目前已取得 08 年國際業務的開門紅，已獲得來自泰國的約 5000 萬人民幣合同和來自印度約 1 億元人民幣合同。同時公司的 BTS 天線產品除了通過自己的銷售網路銷售外，也正向一家全球核心設備製造商供應 BTS 天線。

圖表 17: 國際業務收入和增長率



資料來源：公司資料，第一上海預測

中國移動、中國聯通 08 年增加投資規模 21%

08 年兩大移動運營商增加投資規模 21%

08 年中國移動的投資規模同比增加 21%，中國聯通的投資規模同比增加 20.3%，這種投入增加一方面是由於手機用戶不斷增加使運營商需要擴容來應對這種需求，另一方面是技術進步（3G）帶來的設備升級要求。我們預計國內移動運營商在未來幾年投資規模增加的趨勢不會改變。移動運營商的投資規模增長是京信的國內業務收入增長的主要動力和來源。

從下圖的資料分析可以看出，中國兩大移動運營商從 2003 年到 2007 年的總共投資規模複合增長率是 17.9%, 京信來自這兩個運營商的收入的複合增長率是 18.3%，充分說明京信在國內業務的收入增長率和兩個移動運營商的投資規模的增長率是基本一致的。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

圖表 18: 無線運營商投資規模與京信收入的相關性分析

单位：亿元	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	CAGR	平均
中移动投资规模	480	624	715	870	1,051	**21.6%**	
京信对应收入	4.9	5.3	6.3	10.6	11.5	**24.0%**	
占比	1.0%	0.9%	0.9%	1.2%	1.1%		**1.0%**
联通投资规模	198	184	176	216	257	**6.8%**	
京信对应收入	2.6	4.1	3.9	2.9	3.1	**4.4%**	
占比	1.3%	2.2%	2.2%	1.4%	1.2%		**1.7%**
中移动+联通投资规模	678	808	891	1,086	1,308	**17.9%**	
京信对应收入	7.5	9.5	10.3	13.5	14.6	**18.3%**	
占比	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%		**1.2%**

資料來源：公司資料，第一上海

3G 發牌和電信重組是設備製造商的重大利好

總體投資規模進一步加大

目前，3G 發牌和電信重組已成爲業界普遍期待的一個大事件，如果最終公佈的重組方案和目前業界普遍認同的方案一致：即聯通將 CDMA 網賣給中國電信，中國電信成爲中國第三家獲得移動牌照的運營商，那麼中國在移動通信領域的整體投資規模將加大：

- 中國電信：會加大 CDMA 的投入，特別是優化方面，近幾年由於聯通雙網運行，左手打右手，以及對重組不確定性的擔憂，聯通在 CDMA 網路優化方面的投入基本是停滯的。中國電信同時會著手開始建設 CDMA2000 網。
- 中國聯通：專注對 GSM 網路的投入，並專心做好 WCDMA 網。
- 中國移動：持續加大對 2G 的投入，以保持競爭力，同時會加快對 TD-SCDMA 的投入。

2G 的投資規模還將繼續保持

3G 的發牌並不意味著 2G 就會被很快取代，相反，我們預計在比較長的一段時間裏，2G 市場會和 3G 並存，並仍然會保持一定的增長，這種增長的動力主要來自於農村和相對欠發達地區。因此對 2G 的資本開支並不會很快減少。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

財務分析及預測

假設條件

我們對京信的盈利預測中，包含很多基準和假設，主要指標如下：

1. 海外新興電信市場投資規模未來三年繼續保持 10%以上的年均複合增長率。
2. 中國移動和聯通未來三年的投資規模保持 12%以上的年均複合增長率。
3. 京信未來三年海外收入的年均複合增長率達到 95%。
4. 京信繼續保持在國內優化覆蓋市場的龍頭地位，市場份額(25%)保持穩定。
5. 公司各項費用占銷售收入的比例保持基本穩定，其中研發費用占 5%、銷售費用占 8%、管理費用占 15%。
6. 公司 08 到 10 年不會大幅增加銀行貸款(貸款少於 2 億元人民幣)。

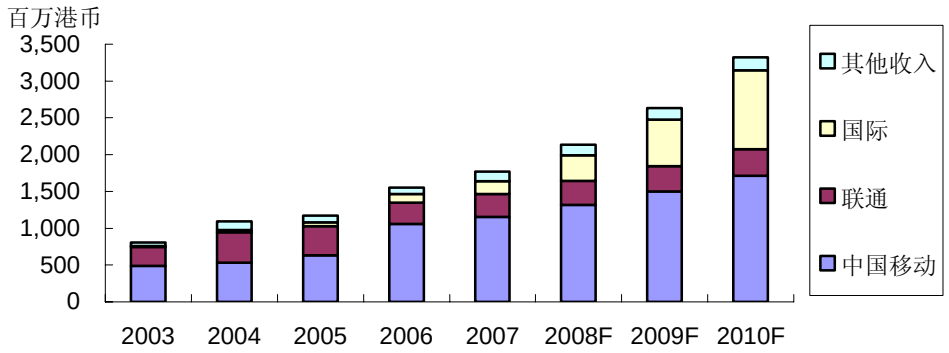
收入：07-10 年的年均複合增長率 21.4%

收入複合增長 21.4%

京信通信的收入按客戶分類主要來自於：中國移動、中國聯通和國際業務，我們估計，隨著國內移動運營商的投資規模的不斷加大，京信通信來自於國內移動運營商的收入將以 12%左右的增速穩步增長；

國際業務方面，京信的收入將以倍數成長，到 2010 年，國際業務的收入將占總收入的三分之一。

圖表 19: 京信通信收入預測



資料來源：公司資料，第一上海預測

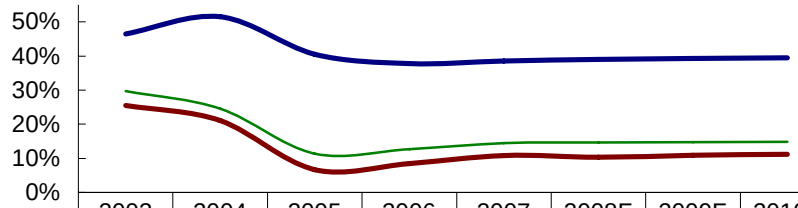
毛利率、淨利率: 穩中有升

毛利率穩中略升

08 年公司將不斷推出新產品，新產品將占所有產品的份額超過 50%，新產品的毛利率通常較高。同時由於公司國際業務的倍數增長，而國際業務收入的毛利率要高於國內業務，因此我們預計，京信未來的毛利率應該穩中略升。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

圖表 20: 毛利率、EBITDA 率、淨利率分析和預測



	2003	2004	2005	2006	2007	2008F	2009F	2010F
毛利率	46.42%	51.56%	40.52%	37.83%	38.52%	39.00%	39.30%	39.50%
EBITDA率	29.67%	24.51%	11.39%	12.72%	14.45%	14.66%	14.73%	14.84%
净利率	25.45%	21.10%	6.70%	8.46%	10.78%	10.35%	10.94%	11.16%

資料來源：公司資料，第一上海預測

資本開支預計

8 千萬擴建，產能翻番

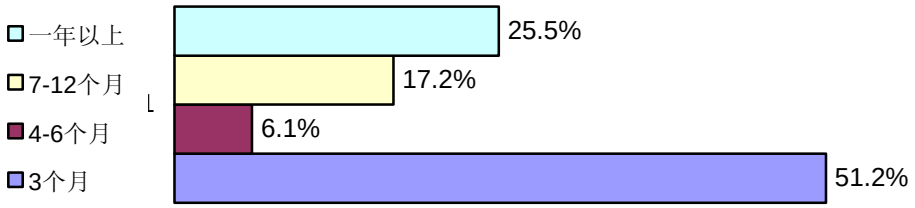
公司 08 年將開始廠房的三期擴建工程，總體預算是八千萬元人民幣，其中土建部分爲六千萬，設備兩千萬。工程完成後，京信的產能將翻番，由現在的 20 億元左右增加到 40 億元。

庫存及應收賬款分析

08 年中報存貨應下降

07 年底由於業務大增和突擊驗收的原因，公司的應收賬款和存貨指標上升較大，我們預計 08 年中報時，公司的存貨指標應該下降，應收賬款將隨著運營商的投資進度情況變化而變化。07 年應收賬款中帳齡少於 1 年的占 75%，一半以上來自中移動，我們認爲壞賬的比例很低。

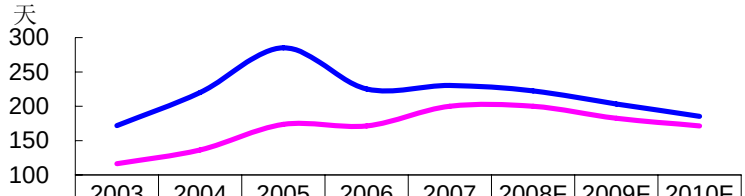
圖表 21: 應收賬款帳齡分析



資料來源：公司資料，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

圖表 22: 應收賬款、存貨周轉天數預測



	2003	2004	2005	2006	2007	2008F	2009F	2010F
应收账款周转天数	116	136	174	172	200	200	183	172
存货周转天数	172	220	285	225	230	222	203	186

資料來源：公司資料，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

目標價爲 3.12 港元，買入評級

PE 估值法：合理估值 3.12 港元，08 年 12 倍 PE

目標價 3.12 港元

綜合考慮以下因素：

1. 根據京信 PE 帶，PE 取 12 倍應該是合理的估值。
2. 京信未來三年每股收益的年均複合增長率爲 24.6%, 12 倍 PE 相當於 0.5 PEG
3. 京信的行業龍頭地位

因此我們認爲按 08 年預期每股收益的 12 倍市盈率爲其估值是合理的，相對應的價值爲 3.12 港元。對照近日的收盤價 2.18 港元有 43.3%的上升空間，我們給予其“買入”評級。

圖表 23: PE 帶分析

資料來源：公司資料，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

同行估值比較

國外同類公司 Powerwave 07 年虧損，另一家 Andrew 被收購，PE 可比性不大。國內同行業中的兩個較大公司的 08 年平均市盈率爲 9 倍左右，我們認爲京信通信作爲行業龍頭，應該享有一定的溢價。

同時我們認爲該行業的平均市盈率水準偏低，股價並沒有充分反映行業未來的增長潛力。

圖表 24: 同行業估值比較

公司	代码	上市	07年EPS	08年EPS	08年PE	08年PEG	CAGR
国人通信	grrf	美国	0.45	0.48	12.81	0.95	13.5%
星辰通信	1155	香港	0.39	0.39	5.44	0.68	8.0%
行业平均					**9.12**	**0.81**	**10.8%**
京信@2.18港元	2342	香港	0.23	0.26	8.37	0.34	24.6%

資料來源：公司資料，第一上海預測

風險因素

- **客戶集中度較高的風險**

  中移動是公司第一大客戶，07 年來自中移動的收入占收入的 65.3%，如果中移動未來的資本開支規模或是投資方向發生改變，將對京信通信的業績產生一定影響。

- **來自國內同行的價格競爭風險**

  國內優化覆蓋領域的其他較小規模的公司，可能會爲了爭奪市場份額，或在退出市場前作最後的努力，進一步壓低市場價格。從而影響公司的毛利率水準。

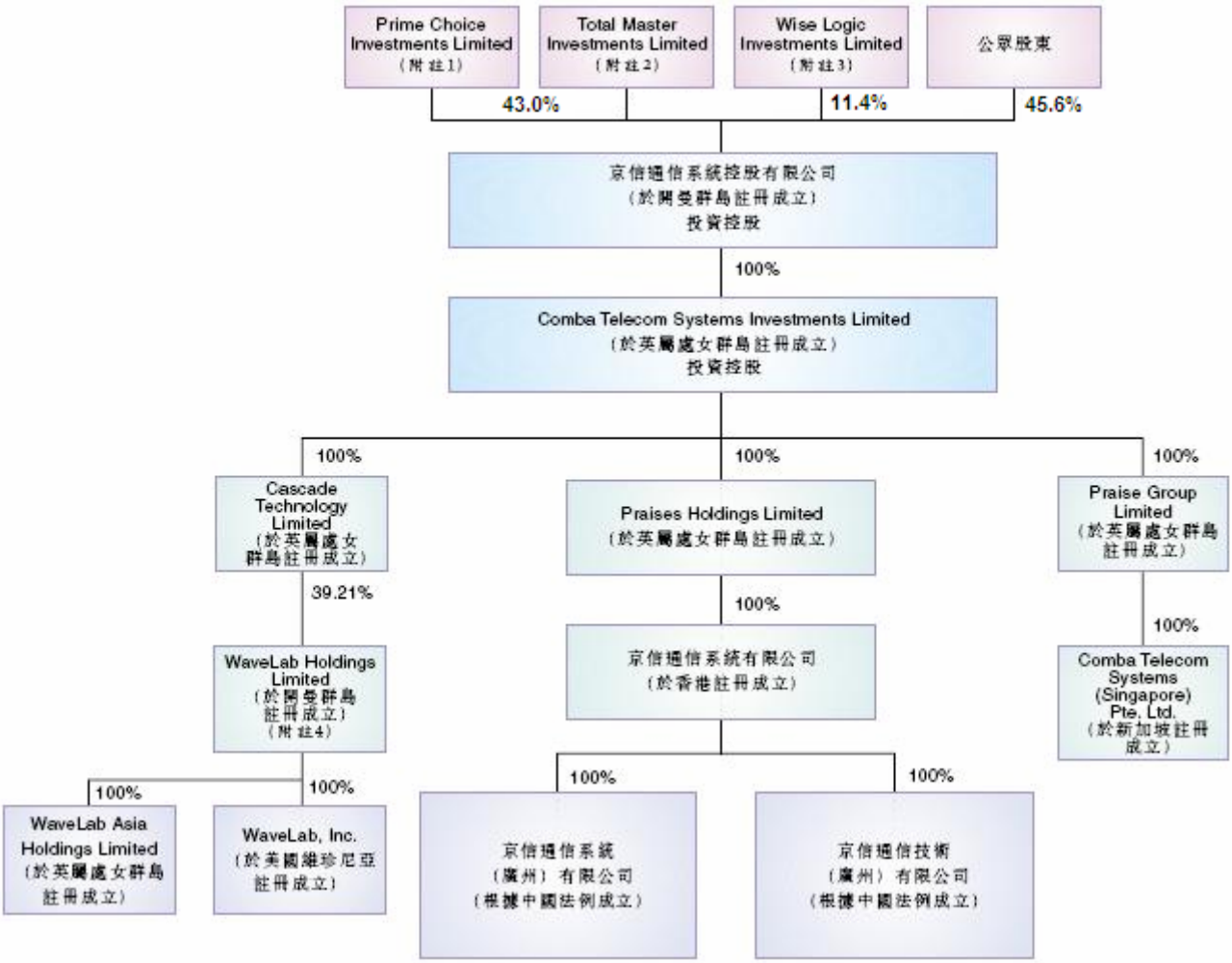
- **應收賬款和存貨對資金的佔用風險**

  根據行業特點，通常設備在驗收前都算是存貨，項目驗收後才成爲應收賬款，因此應收賬款和存貨有可能因爲運營商的投資規模和專案進度的變化而佔用較大的資金，公司有可能需要新增貸款來補充流動資金的需要，從而有可能增加公司的財務成本。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

附錄一：公司股權結構

圖表 25：公司股權結構



資料來源：公司資料

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

附錄 1：主要財務報表

損益表

〈港币百万元〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
收入	1,550	1,768	2,136	2,634	3,322
毛利	587	681	833	1,035	1,312
其他业务收入	12	24	24	23	23
销售及管理费用	(428)	(498)	(598)	(732)	(910)
其他支出	(7)	(2)	(2)	(2)	(2)
营运收入	164	206	257	324	423
财务开支	(16)	(8)	(14)	(10)	(19)
联营公司					
税前盈利	148	198	242	314	404
所得税	(17)	(7)	(21)	(26)	(33)
少数股东应占利润	(0)	1	0	0	0
净利润	131	192	221	288	371
折旧及摊销	49	58	71	74	89
EBITDA	197	256	313	388	493
增长					
总收入（%）	32.5%	14.1%	20.8%	23.3%	26.1%
EBITDA（%）	47.9%	29.6%	22.6%	23.9%	27.0%

财务分析

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	37.8%	38.5%	39.0%	39.3%	39.5%
EBITDA 利率 (%)	12.7%	14.4%	14.7%	14.7%	14.8%
净利率 (%)	8.5%	10.8%	10.4%	10.9%	11.2%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	27.6%	28.1%	28.0%	27.8%	27.4%
实际税率（%）	11.2%	3.6%	8.8%	8.4%	8.2%
股息支付率（%）	19.1%	20.0%	28.0%	28.0%	28.0%
库存周转	225	230	222	203	186
应付账款天数	162	176	158	135	113
应收账款天数	172	200	200	183	172
财务状况					
净负债/股本	0.73	0.62	0.59	0.52	0.52
收入/总资产	0.64	0.64	0.66	0.74	0.80
总资产/股本	1.73	1.62	1.59	1.52	1.52
盈利对利息倍数	8	24	16	30	20

资产负债表

〈港币百万元〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
现金	493	374	545	606	641
应收账款	840	1,100	1,239	1,396	1,727
存货	618	755	833	948	1,096
其他流动资产	131	115	104	99	94
总流动资产	2,083	2,344	2,721	3,049	3,559
固定资产	258	294	388	425	466
无形资产	27	37	38	38	38
长期投资	2	2	2	2	2
其他	47	83	69	69	69
总资产	2,417	2,759	3,217	3,583	4,133
应付帐款	501	548	576	605	635
短期银行贷款	153	89	150	100	200
短期负债	356	410	463	514	573
其他短期负债	0	0	0	0	0
总短期负债	1,010	1,048	1,189	1,218	1,408
长期银行贷款	0	0	0	0	0
其他负债	0	7	0	0	0
总负债	1,010	1,054	1,189	1,218	1,408
少数股东权益	8	7	7	7	7
股东权益	1,399	1,698	2,021	2,358	2,719
每股账面值	1.7	2.0	2.4	2.8	3.2
营运资金	1,072.9	1,296.3	1,532.0	1,831.1	2,150.9

现金流量表

〈港币百万元〉，财务年度截至〈十二月〉

	2006年 实际	2007年 实际	2008年 预测	2009年 预测	2010年 预测
EBITDA	197	256	313	388	493
融资成本	(16)	(8)	(14)	(10)	(19)
营运资金变化	132	(18)	188	209	116
所得税	(17)	(7)	(21)	(26)	(33)
其他	(201)	(266)	(305)	(370)	(494)
营运现金流	104	(50)	166	181	82
资本开支	(94)	(49)	(80)	(37)	(41)
其他投资活动	184	(15)	3	0	1
投资活动现金流	90	(64)	(77)	(37)	(40)
负债变化	(59)	(82)	47	(60)	81
股本变化	17	31	17	17	17
股息	(25)	(38)	(62)	(81)	(104)
其他融资活动					
融资活动现金流	(68)	(89)	2	(124)	(6)
现金变化	126	(203)	91	21	35
期初持有现金	314	493	374	545	606
汇兑变化	52	85	80	40	0
期末持有现金	493	374	545	606	641

資料來源：公司資料，第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國籍人士發放

第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作爲或被視爲出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認爲可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。